

公司研究

新股研究

建议询价区间：11.94-12.39 元

专业的罗茨鼓风机生产商

——山东章鼓(002598)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计公司 11-13 年全面摊薄每股收益为 0.56 元，0.75 元，0.91 元。可比上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率为 22 倍，16 倍，我们建议一级市场询价区间为 11.94-12.39 元。

主要依据：

1、公司是罗茨鼓风机专业生产商。公司收入在国内连续十年保持行业第一，产品广泛应用于化工、水泥、污水处理、钢铁、电力、冶金、煤炭、粮油等行业。公司拥有省级技术中心，承担并完成 2 项国家重大技术装备科技攻关项目，完成国家、省、市级技术创新计划共计 35 项，研发的 16 项新技术填补国内空白。公司在煤化工、水处理、水泥和维尼纶行业的竞争优势明显，公司在维尼纶、煤化工行业的市场占有率 90%以上，污水处理市场占有率 50%以上。

2、传统领域及新兴市场需求旺盛。化工、水泥、钢铁行业是罗茨鼓风机最重要的三个应用行业，随着我国产业优化、产业升级、节能减排等政策的出台，淘汰落后产能、装备升级等政策为传统市场提供了新的机遇。罗茨鼓风机在该行业的销售额快速增长。作为一种通用气源设备，罗茨鼓风机还有许多潜在的应用领域，一旦潜在市场发展成熟，市场容量将快速增长。

3、扩大产能增长可期。公司本次向社会公开发行人民币普通股 4,000 万股，募集资金 33448 万元投资 3 个项目。其中 1) 新型节能罗茨鼓风机项目，该项目总投资 14415 万元，达产后年产新型节能罗茨风机 7000 台，年销售收入 22400 万元，利润总额 5159 万元。2) 离心鼓风机项目，该项目总投资 12032 万元，年产 1200 台离心鼓风机，达产后年新增收入 23080 万元，利润总额 4735 万元。3) 气力输送生产（工程）基地建设项目，建设期 1 年，第三年完全达产，达产后预计可以实现年收入 12000 万元，利润总额 2643 万元。

风险提示：

1、下游受政策调控行业需求下降风险

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万元)	558.76	651.35	788.14	969.41
同比增速(%)	7.10	16.57	21.00	23.00
净利润(百万元)	74.19	87.84	116.43	142.68
同比增速(%)	21.92	18.40	32.54	22.55
EPS(元)	0.48	0.56	0.75	0.91

基础数据

总股本(万股)	11600.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.51
每股净资产(元)	2.06
建议询价区间(元)	11.94-12.39元

研究员：魏静

电话：01084183343

Email：weijing@guodu.com

执业证书编号：S0940510120008

联系人：周红军

电话：010- 84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	山东省章丘鼓风机股份有限公司
公司简称	山东章鼓
发行地	深圳
发行日期	2011-06-29
申购代码	002598
发行股数（万股）	4000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本（万股）	15600
每股收益（2010）年	0.64
发行后全面摊薄每股收益（2010 年）	0.48
发行前每股净资产（元）	2.06

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司概况

公司专业从事研发、制造、销售罗茨鼓风机，拥有 40 多年的罗茨鼓风机设计、制造经验。自 2000 年始，公司罗茨鼓风机销售收入在国内连续十年保持行业第一，产品广泛应用于化工、水泥、污水处理、钢铁、电力、冶金、煤炭、粮油等行业。。公司是 2009 年重新认定的高新技术企业，具有雄厚的科技研发力量，具有针对用户需求开发产品的强大研发设计能力。公司拥有省级技术中心，承担并完成 2 项国家重大技术装备科技攻关项目，完成国家、省、市级技术创新计划共计 35 项，研发的 16 项新技术填补国内空白，提升了我国罗茨鼓风机行业的技术水平。2006 年 11 月，被国家统计局和中国行业企业信息发布中心评为全国风机、衡器、包装设备等通用设备制造业“自主创新能力十强”。公司产品分为四类，产品分类及产品用途如下。

表2 公司产品分类及产品用途（对齐段落）

产品类别	产品用途
鼓 风 机	罗茨鼓风机具有硬排气特性、压力自适应性、输送介质不含油、维护方便等特性，被广泛应用于水泥、化工、水处理、煤矿、电力、冶金、制氧、食品、纺织、造纸、除尘反吹、水产养殖、气力输送等行业。输送介质为清洁空气、清洁煤气、二氧化碳、瓦斯及其它工业气体。
	离心鼓风机流量易调节、噪音低，广泛应用在水处理曝气、矿山浮选、洗煤厂洗煤、高炉鼓风、炭黑生产、电厂、炼油厂尾气脱硫及其它工艺气体的加压输送行业。
磨 机	粉磨水泥熟料，钢铁厂冶炼生铁时产生的废渣磨细，电厂粉煤灰磨细，洁净能源水煤浆的制作，炼油厂废石油焦的磨细等。
渣浆泵	用于煤炭、冶金、有色金属、电力、矿山开采、市政工程、管道输送、石油化工等行业，输送含有固体颗粒的浆体。
气力输送成套工程	石化、电力、医药、食品、建材、港口、矿业等多行业的气力输送设备及系统工程。

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

3、行业概况

罗茨鼓风机作为一种通用的气源设备广泛应用于国民经济的各个行业，主要市场分布在化工、水泥、水处理、钢铁、电力、冶金、煤矿、气力输送、造纸、纺织等多个行业。由于罗茨鼓风机的下游行业广泛，其行业发展速度主要受国家产业政策及国民经济总体发展状况的影响，单个行业的需求变化对罗茨鼓风机行业的发展不会造成较大影响。

随着我国国民经济持续高速增长，罗茨鼓风机行业市场容量稳步增长，据行业协会统计，2002 年全国生产罗茨鼓风机9,440 台，2009年全国生产38,768 台罗茨鼓风机，年复合增长率22.36%；2002 年行业产值26,922.00万元，2009 年行业产值91,506.00万元，年复合增长率19.09%²。受金融危机影响，2009 年上半年下游行业投资项目出现大面积停建、缓建，导致行业陷入低迷，虽下半年出现较大反弹，全年行业产值仍有9.52%下滑。随着我国固定资产投资持续增长及经济形势企稳回升，预计2010 年行业景气度将大幅提高。

随着我国产业优化、产业升级、节能减排等政策的出台，淘汰落后产能、装备升级等政策为传统市场提供了新的机遇。化工、水泥、钢铁行业是罗茨鼓风机最重要的三个应用行业，其销售额一直位居行业前5名。

水处理行业是近年来发展最为迅速的行业，罗茨鼓风机在该行业的销售额快速增长。以公司为例，2008 年、2009 年、2010 年，罗茨鼓风机在水处理行业的销售额占公司营业收入的比例分别为13.23%、16.63%、15.35%。此外，气力输送、气体分离等新兴行业的快速增长也使罗茨鼓风机行业发展前景良好。作为一种通用气源设备，罗茨鼓风机还有许多潜在的应用领域，一旦潜在市场发展成熟，市场容量将快速增长。

国内罗茨鼓风机行业虽然生产厂商众多，但是大多数生产厂商主要从事L 系列罗茨鼓风机等低端产品的生产，技术壁垒与毛利率偏低，市场竞争激烈。中端产品指使用国外20 世纪90 年代技术或在该类技术的基础上进行技改生产制造的罗茨鼓风机，产品市场需求量大、对产品质量的要求较高，代表生产企业有公司、长沙鼓风机厂有限责任公司、山东章晃机械工业有限公司、百事德机械（江苏）有限公司、天津市鼓风机总厂等。

2000 年之前，国内高端市场主要被日本、韩国及台湾等厂商垄断。公司通过引进吸收日本大晃机械工业株式会社核心技术，并进行技术革新，自主研发了一批代表技术先进的罗茨鼓风机，并开发了智能化机组，逐步打破了国外厂商对高端市场的垄断。除公司以外，长沙鼓风机厂有限责任公司及部分国外企业也占据部分高端市场。

公司在40 余年的发展过程中和各行业建立了广泛而牢固的合作关系。和竞争对手相比，公司在煤化工、水处理、水泥和维尼纶行业的竞争优势明显，根据公司调查，公司在维尼纶、煤化工行业的市场占有率90%以上，污水处理市场占有率50%以上。

4、公司的股权结构

表 2 公司本次发行前后股权结构

公 司	股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
		股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
5	公有资产公司	4,650.00	40.0862	4,650.00	29.8077
	方润刚	1,700.69	14.6611	1,700.69	10.9018
	上海复聚卿云	1,600.00	13.7931	1,600.00	10.2564
	山东汇英	977.31	8.4252	977.31	6.2648
	高玉新	270.00	2.3276	270.00	1.7308
募	张志兴	270.00	2.3276	270.00	1.7308
	许春东	270.00	2.3276	270.00	1.7308
	其他个人股东	1862	16.0516	1862	11.9361
集	公众投资者 (A 股)	—	—	4,000.00	25.6410
	总股本	11,600.00	100.00	15,600.00	100.00

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股4,000万股，募集资金33448万元按项目轻重缓急程度拟投资3个项目。其中新型节能罗茨鼓风机项目，该项目总投资14415万元，建设期1年，第二年达产4000台，第三年达产5600台，完全达产后年产新型节能罗茨风机7000台，完全达产后年销售收入22400万元，利润总额5159万元。离心鼓风机项目，该项目总投资12032万元，建设期1年，第2年达产720台，第三年完全达产后年产1200台离心鼓风机。预计可实现年收入23080万元，利润总额4735万元。气力输送生产（工程）基地建设项目，该项目总投资7001万元，项目建设期1年，第三年完全达产，达产后预计可以实现年收入12000万元，利润总额2643万元。

表 3 公司的募集资金投向

单位：万元

	项目名称	项目计划投资
1	新型节能罗茨鼓风机项目	14,415
2	离心鼓风机项目	12,032
3	气力输送生产（工程）基地建设项目	7,001
	合 计	33448

数据来源：上市公司招股说明书

5、盈利预测与估值定价

表 5 预测公司利润表 (万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	51607.07	52170.03	55876.50	65135.23	78813.63	96940.76
营业收入	51607.07	52170.03	55876.50	65135.23	78813.63	96940.76
二、营业总成本	46024.57	45801.50	48229.44	55907.44	66373.61	81639.54
营业成本	38075.69	36841.22	37971.83	43477.75	51738.52	63638.38
营业税金及附加	225.23	372.53	310.94	362.46	427.70	526.07
销售费用	3967.60	3805.56	4524.62	5274.35	6223.73	7655.19
管理费用	3037.23	3947.43	4742.20	5527.98	6523.02	8088.55
财务费用	821.24	733.71	502.37	251.18	296.40	364.57
资产减值损失	-102.42	101.04	177.48	177.48	177.48	218.30
三、其他经营收益	637.22	584.33	717.37	836.24	986.76	1213.72
	637.22	584.33	717.37	836.24	986.76	1213.72
四、营业利润	6219.72	6952.85	8364.43	10064.03	13426.78	16514.94
加: 营业外收入	156.90	312.73	296.68	296.68	296.68	296.68
减: 营业外支出	126.00	20.57	26.25	26.25	26.25	26.25
五、利润总额	6250.62	7245.01	8634.86	10334.46	13697.21	16785.37
减: 所得税	1393.40	1160.02	1215.88	1550.17	2054.58	2517.81
六、净利润	4857.22	6084.99	7418.98	8784.29	11642.63	14267.56
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	4857.22	6084.99	7418.98	8784.29	11642.63	14267.56
七、每股收益 (元)						
每股收益 (全面摊薄)	0.31	0.39	0.48	0.56	0.75	0.91

数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券

我们预计公司 11-13 年全面摊薄每股收益为 0.56 元, 0.75 元, 0.91 元。可比上市公司 2011 年、2012 年动态市盈率为 22 倍, 16 倍, 我们建议一级市场询价区间为 11.94-12.39 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com
王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			